

De wijziging van de wet giraal effectenverkeer in perspectief van een toenemend aantal (inter)nationale effectenafwikkel-systemen

mr. drs. H. Bais*

1. Inleiding

Het risico bestaat dat na het lezen van de titel van dit artikel een groot deel van de lezers al is afgehaakt. Toch kan ik hem niet aantrekkelijker maken. Giraal effectenverkeer is namelijk niet 'sexy'. Hoe komt dat toch? Financiële producten zijn in de loop der jaren steeds exotischer geworden, maar bij de vraag hoe de 'clearing', 'settlement' en 'custody' van deze producten zullen gaan plaatsvinden, kijkt men je meewarig aan.

'Clearing', 'settlement' en 'custody' vinden ergens plaats in de 'black box' van girale effectenafwikkel-systemen die in Nederland in belangrijke mate worden gereguleerd door de Wet giraal effectenverkeer (Wge). Met de toegenomen internationalisering en het ontstaan van allerlei nieuwe handelsplatforms met daaraan gekoppelde (inter)nationale afwikkel-systemen is voornoemde 'black box' er helaas niet minder zwart op geworden. Het is verbazingwekkend hoeveel geld en energie in het ontwikkelen en verkopen van financiële producten worden gestoken, terwijl de opnemings van deze financiële producten ter afwikkeling in het girale systeem het ondergeschoven kind is.

2. Achtergrond en werking van de Wge

Nederland kent een gesloten wettelijk regime voor de goederrechtelijke levering van effecten binnen girale effectenafwikkel-systemen.¹ Dit bijzonder regime is vastgelegd in de Wge en vormt de basis van het giraal effectenverkeer in Nederland. Voor het begrip van de lezer zullen hierna eerst in hoofdlijnen de achtergrond en werking van de Wge worden toegelicht.

Aanleiding tot het ontwerpen van de Wge was de uitspraak van de Hoge Raad in het Teixeira-arrest.² Door het faillissement van deze bank is duidelijk geworden dat een cliënt de eigendom van zijn toondereffecten die door een bewaarinstelling niet-nummergebonden voor de cliënt worden bewaard, verliest. De effecten zijn niet meer individualiseerbaar en door vermenging verkrijgt de bewaarinstelling de eigendom van al deze effecten. Dit heeft tot gevolg dat de

cliënt slechts een verbintenisrechtelijke aanspraak op de bewaarinstelling verkrijgt.

Met de komst van de Wge is dit risico geëlimineerd en wordt de bewaarinstelling in het giraal effectenverkeer niet langer eigenaar van niet-nummergebonden bewaarde effecten. Het belang daarvan is dat, mocht onder het Wge-regime de betrokken instelling failliet gaan, de cliënt in beginsel geen risico loopt. De effecten zullen bij een faillissement buiten het vermogen van de betrokken instelling vallen. De Wge vormt niet alleen een beveiliging tegen faillissementsrisico, maar ook een eenvoudig giraal leveringsstelsel van effecten.

Dit giraal leveringsstelsel kent een gelaagde structuur. De eerste laag bestaat uit het Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V. (Euroclear Nederland)³ en de bij dit interprofessioneel instituut aangesloten banken en beleggingsondernemingen (de 'aangesloten instellingen')⁴. De tweede laag bestaat uit de individuele aangesloten instellingen en hun rekeninghouders. Binnen beide lagen kunnen juridische leveringen op eenvoudige wijze plaatsvinden door een administratieve bijschrijving op naam van de verkrijgende partij.⁵

Hoewel het girale systeem van de Wge evenzeer is gebaseerd op verlies van individualisering van effecten per cliënt,

* Hester Bais is advocaat te Amsterdam.

1. De Wge kent een van het Burgerlijk Wetboek afwijkende leveringssysteem. Bijschrijving is de enige wijze van goederrechtelijke levering binnen de Wge.
2. HR 12 januari 1968, NJ 1968, 274 (Mulder e.a./Teixeira de Mattos).
3. Het 'centraal instituut' in de zin van art. 1 Wge.
4. De 'aangesloten instellingen' in de zin van art. 1 Wge.
5. Art. 17 Wge geeft de juridische levering tussen rekeninghouders van dezelfde aangesloten instelling via de administratie van de aangesloten instelling weer. Art. 41 Wge regelt de levering tussen rekeninghouders van twee verschillende aangesloten instellingen via de administratie van Euroclear Nederland.

wordt dit verlies gecompenseerd door de cliënten een goederenrechtelijke positie te verschaffen. Aan deze goederenrechtelijke positie is in de Wge gestalte gegeven door gebruik te maken van de gemeenschapsfiguur. De Wge kent twee verschillende soorten gemeenschappen, een 'verzameldepot' en een 'girodepot'. Globaal gezegd komt het erop neer dat Euroclear Nederland de 'girodepots' beheert en iedere aangesloten instelling zijn eigen 'verzameldepots' beheert. Ten aanzien van iedere soort effecten bestaat een afzonderlijk 'girodepot' en 'verzameldepot'. Alle 'effecten'⁶ van een bepaalde soort die de aangesloten instelling ten behoeve van zijn cliënten zelf bewaart dan wel bij een andere aangesloten instelling of Euroclear Nederland in bewaring heeft gegeven⁷, zijn onderdeel van het betreffende 'verzameldepot' van de aangesloten instelling.⁸ De in bewaring gegeven effecten vormen dus een wettelijke gemeenschap en de oorspronkelijke rechthebbenden op de effecten zijn deelgenoot geworden in deze gemeenschap van goederen. Door de opzet van de verschillende gemeenschappen is een wettelijk giraal systeem gecreëerd dat het mogelijk maakt dat effecten (althans een aandeel in de betreffende gemeenschap) eenvoudig middels een administratieve bijschrijving tussen rekeninghouders van dezelfde aangesloten instelling of tussen rekeninghouders van twee verschillende aangesloten instellingen juridisch kunnen worden geleverd. Het is daarbij irrelevant of de bijschrijving plaatsvindt in de administratie van Euroclear Nederland (binnen de 'girodepots') of in de administratie van de aangesloten instelling zelf (binnen zijn 'verzameldepots'). Hoewel de tegoeden bij Euroclear Nederland op naam van de aangesloten instellingen staan, behoort het ten name van de betreffende aangesloten instelling staande aandeel in het 'girodepot' (van effecten van dezelfde soort) tot het 'verzameldepot' (van effecten van diezelfde soort) van die aangesloten instelling.⁹ De deelgenoten in het 'verzameldepot' zijn derhalve gezamenlijk de gerechtigden op het betreffende aandeel in het 'girodepot'.

3. De rol van de Wge binnen de effectenafwikkelingsystemen

Om de werking van de Wge binnen de bestaande effectenafwikkelingsystemen te kunnen doorgronden, is het van belang om een goed begrip te hebben van de gehele keten van effectenafwikkelingsystemen die effecten doorlopen vanaf het moment van uitgifte (de zogenaamde 'primaire markt') en de handel op de handelsplatforms (de zogenaamde 'secundaire markt') via de afwikkeling ('clearing') met behulp van de 'centrale tegenpartij' (zogenaamde 'central counterparty', 'CCP') tot aan het moment van de juridische levering van de effecten ('settlement'). Dit zijn allemaal separate girale systemen met elk hun eigen infrastructuur en voorwaarden die eigendom zijn van verschillende (inter)nationale juridische entiteiten, hetgeen de afwikkeling van effecten juridisch en operationeel vaak erg complex maakt.

Een sterk gesimplificeerd voorbeeld van een aankoop van een effect (en derivaat) geeft de lezer enig inzicht hoe de afwikkeling van zo'n effect in de praktijk geschiedt. De koper en verkoper van effecten op een gereguleerd handelsplatform zullen, al dan niet middels een daartoe geautoriseerde tussenpersoon ('broker') via door het betreffende

handelsplatform gefaciliteerde handelssystemen hun aan- en verkooporders invoeren. Op het moment dat aan- en verkoop 'matchen' zal er een koopovereenkomst tussen partijen tot stand komen. In de praktijk zullen er meerdere tussenpersonen betrokken zijn bij een dergelijke transactie, waardoor erop verschillende niveaus meerdere koopovereenkomsten ontstaan. Al deze tot stand gekomen rechten en verplichtingen zijn echter verbintenisrechtelijk van aard. Dit betekent dat bij een faillissement van één van de betrokken partijen deze rechten en verplichtingen niet afgescheiden zijn van het vermogen van de failliete partij. Om dit faillissementsrisico te beperken is er gekozen voor een afwikkelstructuur via een bij het handelsplatform aangesloten CCP waardoor de partijen op het betreffende handelsplatform niet het bovengenoemde tegenpartijrisico meer lopen.

Het afwickelen van effectentransacties uitgevoerd op een handelsplatform vindt plaats via de clearingsystemen van de CCP. De CCP wordt tegenpartij van iedere op het aangesloten handelsplatform uitgevoerde koop- en verkooptransactie. De oorspronkelijke verkopende- en kopende partijen kunnen echter niet rechtstreeks aangesloten zijn bij de CCP.¹⁰ Uitsluitend clearinginstellingen kunnen aangesloten worden bij een CCP en voor deze clearinginstellingen gelden specifieke (kapitaals)eisen en waarborgen. De CCP komt als het ware tussen de kopende en verkopende tussenpersoon in te staan met dien verstande dat de CCP niet de afgesloten transacties overneemt, maar identieke transacties met de clearinginstellingen sluit die corresponderen met de effectentransacties die door de tussenpersonen (al dan niet in naam van de clearinginstelling en voor eigen rekening of voor rekening van cliënten) op het betreffende handelsplatform zijn uitgevoerd.¹¹ Ook hier zijn diverse partijen bij betrokken en ontstaat een keten van verbintenisrechtelijke rechten en verplichtingen.

De CCP elimineert niet alleen het tegenpartijrisico. Door de opzet van een getrapte clearingstructuur worden bestaande risico's van effecten- en derivatenhandel aanzienlijk verkleind. In hoofdlijnen komt deze structuur neer op het ver-

6. 'Effecten' in de zin van art. 1 Wge zijn effecten ten aanzien waarvan het centraal instituut heeft bepaald dat zij tot een 'verzameldepot' en een 'girodepot' in de zin van de Wge kunnen behoren.

7. Ik spreek voor het gemak over bewaring, maar ook effecten op naam kunnen worden 'bewaard' binnen het girale systeem. Deze effecten worden echter juridisch geleverd aan de instelling en het begrip 'be-waargeving' is dus niet helemaal correct.

8. De aangesloten instelling zelf kan overigens ook deelgenoot zijn in zijn eigen verzameldepot (zogenaamde 'nostro' rekening).

9. Art. 10 onder c Wge. Ook uit art. 38 lid 1 Wge valt op te maken dat de deelgenoten in het verzameldepot aan wie de 'in bewaring gegeven' effecten toebehoren op het tijdstip dat deze effecten door de aangesloten instelling op zijn beurt 'in bewaring worden gegeven' bij Euroclear Nederland, deelgenoten worden in het zogenaamde 'girodepot' tezamen met de deelgenoten die reeds gerechtigd waren.

10. Tenzij de koper of verkoper zelf aangesloten clearing instelling is bij de CCP.

11. Deze figuur wordt ook wel novatie (schuldvernieuwing) genoemd.

rekenen (salderen) van verschillende koop- en verkooptransacties van effecten van dezelfde soort die juridisch toebehooren aan de zogenaamde clearinginstelling, maar voor rekening en risico van de achterliggende tussenpersonen en/of beleggers worden geadministreerd. Dit zal ik kort toelichten.

Juridisch gezien treedt de clearinginstelling bij de afwikkeling van beurstransacties op als lasthebber op eigen naam en de rechten en verplichtingen jegens de CCP vallen uit dien hoofde in het vermogen van de clearinginstelling. Economisch gezien behoort het risico toe aan de achterliggende tussenpersonen (en hun beleggers). Deze relatie wordt aangeduid als 'principal-to-principal' en heeft als voordeel dat de CCP jegens de clearinginstellingen rechtens afdwingbare vorderingen kan doen gelden ongeacht of de lastgevende tussenpersoon jegens de clearinginstelling in de nakoming tekort schiet.

De clearinginstellingen treden doorgaans voor meerdere tussenpersonen op waardoor er vanuit het oogpunt van risicomanagement een aantrekkelijke trechterwerking ontstaat. Een groot aantal beurstransacties wordt door een veel kleiner aantal clearinginstellingen geacht te zijn aangegaan. Juist doordat de clearinginstelling alle transacties op eigen naam uitvoert, kunnen deze met elkaar 'verrekend' worden. Dit houdt in dat tot aan het moment van levering tegengestelde posities in effecten van dezelfde soort tegen elkaar wegvallen waardoor slechts een nettoverplichting resteert die daadwerkelijke afwikkeling vergt.

Met het moment van levering komen we aan bij het einde van de keten van handels- en afwikkelingsystemen. Hier worden de settlementsystemen van de Wge relevant. Voor veel handelsplatforms geldt een leveringstermijn ('settlement') van drie dagen. Dit betekent dat de CCP bij de aankoop van effecten door een clearinginstelling (eventueel ten behoeve van achterliggende tussenpersonen en/of cliënten) 'pas' op de derde dag de betreffende effecten, althans de nettoverplichting na verrekening, juridisch aan de clearinginstelling levert. Deze leveringen van de op handelsplatforms uitgevoerde effectentransacties geschieden in Nederland bij voorkeur via de 'girodepots' van Euroclear Nederland. Zowel de CCP als de clearing instellingen zijn aangesloten instellingen en de leveringen vinden plaats door administratieve bij-schrijvingen op naam van de aangesloten instellingen of de CCP (afhankelijk van wie de kopende partij is). Pas na deze administratieve bij-schrijving verkrijgen de beleggers ten aanzien van de effecten de voor hen relevante goederenrechtelijke positie.

4. Nieuwe (inter)nationale effectenafwikkelingsystemen

De hierboven uitgelegde (gesimplificeerde) structuur van effectenafwikkeling beperkt zich echter niet alleen tot Nederland. De Wge biedt buitenlandse instellingen (onder voorwaarden) de mogelijkheid om zich aan te sluiten bij Euroclear Nederland en vice versa. Hierdoor kunnen vergelijkbare, internationale afwikkelingsystemen aan elkaar gekoppeld worden. Bij invoering van de Wge werd het belang van internationaal effectengiroverkeer reeds onderkend.¹² Vol-

gens de wetgever waren het vooral de complexiteit van de materie en het belang van rechtspositie van beleggers, die een regeling bij wet gewenst maakten.¹³ Eind jaren 70 van de vorige eeuw was deze 'complexiteit' echter aanzienlijk minder complex dan vandaag de dag. De komst van nieuwe (inter) nationale handelsplatforms en bijbehorende effectenafwikkelingsystemen werpen complexe juridische vraagstukken op.

Er is in 2008 veel aandacht besteed aan (toezicht op) deze nieuwe handelsplatforms die volop gebruik hebben gemaakt van de mogelijkheden tot (inter)nationale concurrentie als gevolg van de implementatie van de Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)¹⁴ in Nederland. In samenwerking met diverse banken zijn zogenaamde 'multilaterale trading facilities' (MTFs)¹⁵ ontstaan, die de strijd zijn aangegaan met de traditionele gereguleerde markten. Ook ten aanzien van deze nieuwe handelsplatforms blijkt de afwikkeling niet voor de muziek uit te lopen. De AFM merkt terloops op in haar jaarverslag 2008 met betrekking tot nieuwe handelsplatforms dat traditionele CSD's¹⁶ (zoals Euroclear Nederland) moeite hebben met de flexibiliteit van de nieuwkomers en dat interoperabiliteit lastig haalbaar blijkt te zijn in de praktijk. Wat hier staat is echter essentiëler dan het op het eerste gezicht lijkt. Men kan hier tussen de regels lezen dat in Nederland ten aanzien van handelsplatforms niet altijd gewaarborgd kan worden dat de afwikkeling via de girale afwikkelingsystemen van Euroclear Nederland zal plaatsvinden. Dit houdt in dat systeemrisico's niet altijd volledig zullen zijn afgedicht.¹⁷ Gebrekkige harmoni-

12. Bepalingen betreffende het giraal effectenverkeer, *Kamerstukken II* 1975/76, 13 780, nr. 3, p. 14 e.v.

13. Bepalingen betreffende het giraal effectenverkeer, *Kamerstukken II* 1975/76, 13 780, nr. 3, p. 24.

14. Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten in financiële instrumenten.

15. Art. 1:1 Wft bepaalt dat een 'multilaterale handelsfaciliteit' een door een beleggingsonderneming geëxploiteerd multilateraal systeem is dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten, binnen dit systeem en volgens de niet-discretionaire regels, samenbrengt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit overeenkomstig de geldende regels inzake de vergunningverlening en het doorlopende toezicht.

16. 'Central Securities Depositories' zijn met het 'centraal instituut' in de zin van de Wge vergelijkbare buitenlandse centrale effectenbewaarinstellingen die effecten in bewaring nemen met als doel de positie van beleggers te beschermen en de girale levering van die effecten te kunnen uitvoeren.

17. In de praktijk vindt de 'settlement' van op dergelijke handelsplatforms uitgevoerde effectentransacties niet in alle gevallen plaats via de CSD's maar via (een) bij CSD's aangesloten bank(en). Hierdoor bestaat er een zogenaamd 'settlement bank failure' risico. Bij een faillissement van de betreffende 'settlement bank' kunnen de effecten niet langer afgewikkeld worden waardoor grote systeemrisico's ontstaan. Dit risico bestaat in beginsel niet bij Euroclear Nederland. De Wge waarborgt dat Euroclear Nederland als centraal instituut in de zin van deze wet neutraal is (het mag geen commerciële risico's lopen) en deugdelijk functioneert.

satie van regels en toezicht binnen Europa zijn hier in hoofdzaak debet aan.

5. Wetgeving ter zake van effectenafwikkelingsystemen

Niet alleen commercieel gezien is effectenafwikkeling het ondergeschoven kind, ook de wetgeving ter zake van de werking van en het toezicht op de afwikkelingsystemen hebben niet de hoogste prioriteit op de agenda van de wetgever. Zo blinkt het wetgevingstraject ter zake van de aanpassing van de Wge duidelijk niet uit in voortvarendheid. Erg dubieus overigens in tijden dat juist systeemrisico's zo evident aanwezig zijn. Terwijl de roep om (Europees) toezicht met alle nieuwe handelsplatforms en effectenafwikkelingsystemen de afgelopen jaren alleen maar groter is geworden, heeft de Autoriteit Financiële Markten (AFM) treffend de Nederlandse situatie in het jaarverslag 2008 weergegeven: *'De wetgeving die toezicht op centrale betalings- en effectenafwikkelingsystemen tot stand zou moeten brengen, heeft opnieuw vertraging opgelopen. Aan de voorbereiding daarop is dit jaar daarom weinig tijd besteed'*.¹⁸ Dit betreft het langverwachte deel 6 van de Wet op het financieel toezicht (Wft) dat het huidige indirecte toezichtmodel op afwikkelingsystemen moet gaan formaliseren. Deze wetgeving is onlosmakelijk verbonden met de Wge en essentieel in de Europese discussie rond *'clearing'* en *'settlement'*. Nu echter de focus van de Nederlandse wetgever vooralsnog op het giraal effectenverkeer is gericht, zal ik me in dit artikel verder beperken tot het wetsvoorstel ter zake van wijziging van de Wge (het Wetsvoorstel).¹⁹

6. Het Wetsvoorstel

Het Wetsvoorstel komt in grote lijnen overeen met het reeds in 2007 opgestelde consultatieconceptwetsvoorstel, al is de langverwachte regeling die voorziet in een optimale eigendomsbescherming voor beleggers in derivatencontracten wederom in de koelkast gezet.

Het Wetsvoorstel heeft volgens de memorie van toelichting de volgende twee hoofddoelstellingen:²⁰

- i. De reikwijdte van de beleggersbescherming van de Wge wordt uitgebreid. Dit houdt in dat niet langer uitsluitend door Euroclear Nederland (het centraal instituut in de zin van de Wge) wordt bepaald wat effecten in de zin van de Wge zijn, maar dat alle financiële instrumenten als bedoeld in onderdeel a, b of c van de definitie van financieel instrument in artikel 1:1 van de Wft onder de bescherming van de Wge vallen. Voorts zal de bescherming niet uitsluitend toekomen aan cliënten van bij Euroclear Nederland aangesloten instellingen, maar ook aan cliënten van andere door de wet gedefinieerde intermediairs.
- ii. Voorts wordt met het Wetsvoorstel een verdergaande vorm van dematerialisatie van het giraal effectenverkeer bewerkstelligd dan thans is voorzien in de Wge.

Naast de wijzigingen die voortvloeien uit bovengenoemde hoofddoelstellingen worden er ook nog enkele andere wijzigingen doorgevoerd. Enkele substantiële wijzigingen betreffen de bepalingen ten aanzien van de opname en uitlevering van effecten in/uit het girale systeem.

Het Wetsvoorstel is inmiddels openbaar behandeld in de Tweede Kamer der Staten-Generaal.²¹

7. Wijzigingen ter uitbreiding van de beleggersbescherming onder Wge (afschaffing bewaarbedrijven)

Beleggingsondernemingen met zetel of bijkantoor in Nederland dienen met betrekking tot de financiële instrumenten en gelden van cliënten een zodanige regeling te treffen dat de rechten van die cliënten voldoende zijn beschermd.²² In hoofdlijnen impliceert deze wettelijk verplichte vermogensscheiding dat geld- en effectenrekeningen van beleggers bij banken moeten worden aangehouden. Deze banken passen vervolgens vermogensscheiding toe door een overeenkomst met de cliënt/belegger te sluiten krachtens welke bij de afwikkeling van transacties aan het voorgeschreven 'levering tegen betaling'-principe wordt voldaan en de betrokken financiële instrumenten hetzij overeenkomstig de bepalingen van de Wge te bewaren en administreren, hetzij de financiële instrumenten te bewaren bij een door de bank opgericht, onafhankelijk bewaarbedrijf dat voldoet aan de voorgeschreven vereisten.²³ Het gebruik van bewaarbedrijven is in het verleden ontstaan bij gebrek aan bescherming uit hoofde van de Wge, doordat ofwel de banken geen aangesloten instelling van Euroclear Nederland waren ofwel wel aangesloten bij Euroclear Nederland waren maar de effecten geen effecten in de zin van de Wge waren.²⁴ Het optuigen en in stand houden van deze bewaarbedrijven is echter erg kostbaar. Het Wetsvoorstel breidt de reikwijdte van de Wge uit om afschaffing van dit soort bewaarbedrijven (grotendeels) mogelijk te maken.

Deze uitbreiding van de beleggersbescherming in het Wetsvoorstel luidt als volgt. Onder de Wge is thans uitsluitend Euroclear Nederland bevoegd om te bepalen welke effecten tot een 'verzameldepot' en tot een 'girodepot' in de zin van

18. AFM Jaarverslag 2008, p. 69-70.

19. Wijziging van de Wet giraal effectenverkeer houdende uitbreiding van de bescherming aan cliënten van intermediairs inzake financiële instrumenten en het bewerkstelligen van verdergaande vorm van dematerialisatie van effecten, *Kamerstukken II 2008/09*, nr. 2.

20. *Kamerstukken II 2008/09*, 31 830, nr. 3, p. 1.

21. Een goed beeld van het algemeen kennisniveau op dit gebied (ter lering en vermaak) geeft het verslag van het voorbereidend onderzoek van de vaste commissie voor Financiën. Deze commissie is belast met het voorbereidend onderzoek van het Wetsvoorstel (*Kamerstukken II 2008/09*, 31 830, nr. 5) en acht met dit onderzoek de openbare behandeling van het Wetsvoorstel voldoende voorbereid.

22. Art. 4:87 Wft, art. 165 van het Besluit gedragtoezicht financiële ondernemingen Wft en de art. 6:14 t/m 6:20 van de Nadere regeling gedragtoezicht financiële ondernemingen Wft.

23. Art. 6:18 van de Nadere regeling gedragtoezicht financiële ondernemingen Wft. Opgemerkt zij overigens dat dit artikel met de beoogde wijziging van de Wge ook gewijzigd zal moeten worden. Het artikel bevat als vereiste dat de beleggingsonderneming mede aangesloten instelling van Euroclear Nederland is welk principe juist in het Wetsvoorstel wordt losgelaten.

24. Dit zijn met name de buitenlandse effecten.

de Wge kunnen behoren. Dit geeft bij bewaring van (buitenlandse) effecten een probleem op het moment dat deze niet door Euroclear Nederland zijn aangemerkt als effect (hetgeen doorgaans betekent dat deze effecten in de praktijk niet door Euroclear Nederland worden bewaard). Het Wetsvoorstel rekt het begrip 'effect' op door alle financiële instrumenten in de zin van artikel 1:1, onderdeel a, b of c, van de Wft onder deze definitie te scharen; dus ook voornoemde financiële instrumenten die niet door Euroclear Nederland worden bewaard of anderzijds door Euroclear Nederland als effect in de zin van de Wge worden aangemerkt komen onder de reikwijdte van de Wge.²⁵

Voorts wordt het begrip 'intermediair' in de Wge geïntroduceerd. Dit houdt in dat niet alleen de bij Euroclear Nederland aangesloten instellingen 'verzameldepots' kunnen aanhouden, maar ook beleggingsondernemingen als bedoeld in artikel 1:1 van de Wft waaraan het op grond van de Wft is toegestaan in Nederland beleggingsdiensten te verlenen en die in Nederland ten name van cliënten rekeningen administreren.²⁶ Gelet op de hiervoor reeds besproken regels in de Wft ter zake van vermogensscheiding zullen naar mijn mening uitsluitend banken²⁷ zijn aan te merken als intermediair.²⁸

Het Wetsvoorstel beoogt het mogelijk te maken voor voornoemde intermediairs om effectentegoeden die niet in een 'girodepot' van Euroclear Nederland zijn opgenomen, rechtstreeks aan te houden in het buitenland. Dit betekent dat de cliënten (althans de deelgenoten in de verzameldepots) van een intermediair in de zin van de Wge die een rekening in het buitenland aanhoudt ten behoeve van haar cliënten in Nederland de goederenrechtelijke bescherming van de Wge genieten. Het buitenlandse tegoed is aan te merken als een onderdeel van het 'verzameldepot' van de betreffende intermediair.²⁹ Bij een eventueel faillissement van een Nederlandse intermediair zullen dergelijke buitenlandse tegoeden in het 'verzameldepot' naar Nederlands recht derhalve afgescheiden zijn van het eigen vermogen van de betreffende intermediair. Het gebruik van bewaarbedrijven wordt in deze situatie overbodig.

Opgemerkt zij overigens dat er op basis van de Wge en het Wetsvoorstel geen bescherming in het buitenland geldt. Euroclear Nederland kan thans al effecten(tegoeden) in het buitenland aanhouden ten behoeve van de bij Euroclear Nederland aangesloten instellingen, maar daar zijn wel beperkende voorwaarden aan verbonden.³⁰ De minister toetst hierbij of er een met de Wge vergelijkbare goederenrechtelijke bescherming van de belegger in het betreffende land bestaat. In de praktijk houdt dit in dat Euroclear Nederland ten minste een 'legal opinion' moet overleggen waaruit blijkt dat de eigendomsrechten van de Nederlandse belegger in de buitenlandse situatie voldoende zijn beschermd. Het is opmerkelijk dat in het Wetsvoorstel een dergelijke voorwaarde niet expliciet voor de intermediair wordt opgenomen.³¹ Toch zal naar mijn mening ook een intermediair uit hoofde van de algemene zorgplicht en de specifieke regels ter zake van vermogensscheiding zich ervan moeten vergewissen dat

de rechten van deze intermediair (en dus ook van zijn beleggers) voldoende zijn beschermd in het buitenland.³²

In paragraaf 12 ga ik nader in op de aspecten van internationaal privaatrecht.

8. Voorgestelde dematerialisatie

Al sinds de jaren tachtig zijn verschillende initiatieven genomen om tot volledige dematerialisatie in het girale effectenverkeer te komen.³³ De weerstand van diverse belangengroepen was echter dusdanig groot, dat ieder initiatief uiteindelijk nooit uitmondde in een wetswijziging. Het doet mij dan ook deugd om te zien dat met het huidige wetsvoorstel dematerialisatie binnen het giraal effectenverkeer nu daadwerkelijk een feit wordt.

Afzonderlijke toonderstukken hebben in het girale effectenverkeer geen toegevoegde waarde meer. Ze liggen doorgaans gecentraliseerd in de kluis van Euroclear Nederland. De kluisinfrastructuur die noodzakelijk is bij bewaarneming van toonderstukken, bestaande uit onder andere personeel, computersoftware, interne procedures, 'audits' en veiligheidswaarborgen (beveiliging, alarminstallaties enz.), is zeer kostbaar. Niet alleen de infrastructuur is kostbaar, ook de ondersteuning van 'corporate events' is zeer kostbaar.³⁴ Toonderstukken bevatten dividend- of couponbladen en bij dividend- of couponbetalingen worden deze bladen nog altijd handmatig geknipt. Ook leiden 'corporate events' vaak tot lichting en omwisseling van grote hoeveelheden toonderstukken. Iedere fysieke handeling vereist handmatige tellingen, opstelling van nummerlijsten, verpakking, verzending (beveiligd waardetransport) en controles. Het behoeft geen

25. Art. 1 van het Wetsvoorstel.

26. Art. 9 jo. art. 1 van het Wetsvoorstel.

27. Of beleggingsondernemingen, niet zijnde banken, die aangesloten instelling bij Euroclear Nederland zijn en uitsluitend voor eigen rekening handelen.

28. Mits deze banken uiteraard over een vergunning beschikken om tevens beleggingsdiensten te verlenen.

29. Art. 10 onder d van het Wetsvoorstel.

30. Ingevolge art. 35 onder b van de Wge mag Euroclear Nederland alleen effecten(tegoeden) ten behoeve van de aangesloten instellingen aanhouden bij buitenlandse instellingen die op verzoek van Euroclear Nederland zijn aangewezen door de Minister van Financiën.

31. Art. 10 onder d van de Wge (nieuw) bepaalt dat het ten name van de intermediair staande tegoed ter zake van effecten van de betreffende soort, die berusten onder of bewaard voor instellingen in het buitenland, behoren tot een 'verzameldepot'.

32. Aangezien de intermediairs in de huidige situatie deze rekeningen al aanhouden via hun bewaarbedrijven, veronderstel ik dat zij dergelijke 'assessments' zelf al ten behoeve van hun cliënten hebben uitgevoerd.

33. Onder dematerialisatie dient te worden verstaan het omzetten van effecten aan toonder van dezelfde soort in effecten op naam of het vervangen van effecten aan toonder van dezelfde soort door één enkel verzamelbewijs (zogenaamde 'global').

34. Corporate events, ook wel corporate actions, zijn beheerdaden van de uitgevende instelling met betrekking tot de door haar uitgegeven effecten zoals bijvoorbeeld dividenduitkering, splitsing, denominatie enz.

toelichting dat dit tot (onnodig) hoge kosten en risico's leidt.

Aangezien de uitgevende instelling thans de keuze heeft al dan niet tot dematerialisatie over te gaan, wordt nog steeds een aanzienlijk aantal toondereffecten in de kluisen van Euroclear Nederland en sommige aangesloten instellingen bewaard. Zolang deze fysieke effecten niet op naam worden gesteld of vervangen worden door één verzamelbewijs, blijft bovengenoemde kostbare infrastructuur noodzakelijk. Het Wetsvoorstel voorziet in een verplichte en volledige dematerialisatie in het giraal effectenverkeer binnen twee jaar na inwerkingtreding van het Wetsvoorstel.³⁵ Dit is een wettelijk voorgeschreven dematerialisatie die in lijn is met de reeds bestaande praktijk die gebaseerd is op vrijwilligheid. Euroclear Nederland is onder de huidige bepalingen van de Wge reeds bevoegd tot het doen op naam stellen of vervangen van toonderstukken door één verzamelbewijs.³⁶

Hoewel een verzamelbewijs in juridische zin ook een toondereffect is, kan er toch van dematerialisatie worden gesproken aangezien verzamelbewijzen dezelfde efficiënte voordelen opleveren als effecten op naam zoals het afschaffen van de kostbare kluisinfrastructuur.

9. Wijzigingen ten aanzien van de opname van effecten in het girale systeem

Onder de huidige Wge-bepalingen kunnen effecten op naam waarvan de overdraagbaarheid bij statuten respectievelijk de voorwaarden bij uitgifte is beperkt of uitgesloten niet tot een 'verzameldepot' en een 'girodepot' in de zin van de Wge behoren, tenzij deze effecten zijn toegelaten tot een officiële notering aan een gereguleerde markt in Europa.³⁷ Zonder er al te veel ruchtbaarheid aan te geven past de wetgever dit artikel in het Wetsvoorstel aan en beperkt het tot de overdraagbaarheid waarbij een notariële akte noodzakelijk is. Er kunnen naar mijn mening echter ook andere overdraagbaarheidsrestricties bestaan die goederenrechtelijke werking hebben. Zeker nu Euroclear Nederland ook buitenlandse effecten in bewaring neemt is het denkbaar dat voorwaarden of statuten goederenrechtelijke overdraagbaarheidsrestricties bevatten, waardoor een levering aan een aangesloten instelling of aan Euroclear Nederland ter opname in het 'verzameldepot' respectievelijk 'girodepot' nietig zou kunnen zijn. In dat laatste geval zouden er 'schijn' Wge-tegoeden worden geadmistreerd, hetgeen tot aansprakelijkheid zou kunnen leiden van Euroclear Nederland (of voor de uitgevende instelling indien deze een vrijwaring betreffende mogelijke overdraagbaarheidsrestricties ter zake van de effecten heeft verstrekt). In de toelichting bij het Wetsvoorstel heeft de wetgever slechts summier aandacht aan deze wijziging geschonken.

10. Wijziging ten aanzien van levering van effecten uit het girale systeem ('uitlevering')

In samenhang met het hierboven beschreven voorstel tot dematerialisatie beoogt het Wetsvoorstel uitlevering van effecten uit het girale systeem in beginsel onmogelijk te maken. In hoofdlijnen houdt dit voorstel in dat effecten die opgenomen zijn in het girale systeem alleen nog uitgeleverd

kunnen worden ter opname in een depot van een buitenlandse CSD (of van een cliënt van zo'n CSD mits de uitgevende instelling daarmee heeft ingestemd) of ter opname in een verzameldepot van een andere intermediair. Een groot deel van de Nederlandse effectenvoorraad wordt met deze wijzigingen derhalve verplicht 'gegiraliseerd'.

11. Kanttekeningen bij het Wetsvoorstel – toezicht op effectenafwikkelingsystemen

Het is inmiddels twee jaar na de consultatieronde en men kan zich afvragen of het Wetsvoorstel in de huidige vorm door tijdsverloop niet (gedeeltelijk) is achterhaald. Door de huidige kredietcrisis kunnen kritische vraagtekens worden gezet bij de onfeilbaarheid van effectenafwikkelingsystemen in het algemeen en bij de reikwijdte en bescherming van de Wge meer in het bijzonder.

De importantie van de Wge behoeft niet te worden toegelicht in een periode waar faillissementen van intermediairs niet langer zuiver theoretisch blijken te zijn.³⁸ De betrouwbaarheid van (en het vertrouwen in) de intermediairs is daarbij essentieel en betrouwbaarheid veronderstelt goed toezicht. Nu er (inter)nationaal grote onrust bestaat over zowel de betrouwbaarheid van intermediairs als over het adequate toezicht op deze intermediairs, verdienen de werking van en het toezicht op afwikkelingsystemen mijns inziens een veel hogere prioriteit bij wetgever en toezichthouders dan thans het geval is. De intermediairs spelen daarbij een cruciale rol. Het grensoverschrijdende karakter en het feit dat deze intermediairs (door het aanhouden van tegoeden bij elkaar) steeds vaker zelf ook de rol van effectenafwikkelingsysteem gaan vervullen³⁹, vragen wellicht om een aanpassing van het huidige systeemtoezicht dat wordt uitgevoerd door de Nederlandse Bank N.V. (DNB) en de AFM gezamenlijk.

12. Kanttekeningen bij het Wetsvoorstel – internationaal privaatrecht

Hierboven heb ik ter zake van vermogensscheiding bij een eventueel faillissement van een Nederlandse intermediair expliciet de zinsnede 'conform Nederlands recht' opgenomen. Hoewel de wetgever vrij eenvoudig over de internationaal privaatrechtelijke problematiek heen stapt, is het Wetsvoorstel naar mijn mening geenszins sluitend met betrekking tot territoriale reikwijdte.

35. Art. 8 van het Wetsvoorstel en art. IV van het Wetsvoorstel.

36. Art. 36 lid 4 en 6 Wge.

37. Art. 8a Wge.

38. Ook een Wge zal echter niet veel bescherming kunnen bieden wanneer de administratie van effecten (opzettelijk) niet juist zal worden uitgevoerd. Een tragisch voorbeeld is de Madoff-affaire waarbij diverse (onder toezicht staande) banken, bewaarders, beleggingsondernemingen en -fondsen waren betrokken die administraties voerden ter zake van – wat nu wordt vermoed – fictieve gelden en effecten(voorraden).

39. Neem bijvoorbeeld Fortis Bank Nederland. In het jaarverslag 2008 van DNB is toegelicht dat Fortis Bank Nederland zowel de settlementbank voor de clearinginstelling van EMCF als de settlement en paying agent is voor EMCF, met een rekening in de relevante centrale banken en CSD's (p. 27).

Volgens de memorie van toelichting bij het Wetsvoorstel is de territoriale reikwijdte beperkt door te bepalen dat het gaat om beleggingsondernemingen als bedoeld in artikel 1:1 van de Wft waaraan het is toegestaan in Nederland beleggingsdiensten te verlenen en die in Nederland ten name van cliënten rekeningen in financiële instrumenten administreren. Volgens de wetgever is op deze categorie instellingen volgens het in Nederland geldende internationaal privaatrecht in beginsel het Nederlandse goederenrechtelijke regime met betrekking tot giraal overdraagbare effecten, de Wge, van toepassing. Dit volgt volgens de wetgever uit artikel 16 van de Wet conflictenrecht goederenrecht, waarin is bepaald dat het goederenrechtelijke regime met betrekking tot giraal overdraagbare effecten wordt beheerst door het recht van de staat op welks grondgebied de rekening waarin effecten worden aangehouden, wordt gehouden.⁴⁰

Dat dit mijns inziens wel erg kort door de bocht is, zal ik aan de hand van een willekeurig voorbeeld laten zien. Een Franse bank met een bijkantoor in Nederland, niet zijnde een aangesloten instelling in de zin van de Wge, die over een zogenaamd 'Europees paspoort' beschikt om beleggingsdiensten te verlenen mag dat derhalve ook in Nederland. Stel dat dit bijkantoor ten behoeve van Nederlandse cliënten op eigen naam een giraal effectentegoed ter zake van toondereffecten aanhoudt bij een Belgische bank, niet zijnde aangesloten instelling bij Euroclear Nederland en deze effecten kunnen niet tot een 'girodepo' in de zin van de Wge behoren, dan is mijns inziens niet met zekerheid te stellen dat een Franse curator voor de effecten die (het Nederlandse bijkantoor van) de Franse bank op eigen naam aanhoudt bij de bank in België (welke effecten worden geadmistriseerd onder de Belgische wettelijke bepalingen ter zake van het girale effectenverkeer), het Nederlandse Wge-regime ten behoeve van de Nederlandse cliënten zal erkennen.

De in Nederland geïmplementeerde richtlijn betreffende de sanering en de liquidatie van kredietinstellingen⁴¹ heeft tot gevolg dat, behalve waar de richtlijn anders aangeeft, de administratieve en juridische autoriteiten van de lidstaten van herkomst de exclusieve bevoegdheid hebben voor de uitvoering van de sanering of liquidatie van een kredietinstelling en haar bijkantoren in de EU. De richtlijn is bijgevolg gericht op waarborgen van gelijke behandeling van alle schuldeisers en een consistente aanpak in de gehele EU. Voorts moet de richtlijn waarborgen dat de administratieve, juridische en toezichhoudende autoriteiten in de lidstaten van herkomst en ontvangst samenwerken bij de sanering en liquidatie van een kredietinstelling en haar bijkantoren, en dat de rechten van schuldeisers uit andere lidstaten even goed worden beschermd als die van de lidstaat waarin de instelling is gevestigd. In voornoemd geval is Frankrijk dus het land van herkomst en zal de Franse curator dus bevoegd zijn om het faillissement van de bank en bijkantoren af te wikkelen. De uitkomst van deze afwikkeling is onzeker. Er zijn meer voorbeelden met onzekere uitkomsten te bedenken. Ook op het gebied van internationaal privaatrecht blijkt Europese harmonisatie ter zake van (afwikkeling van) effectenafwikkelingsystemen zeer gewenst.

13. Kanttekeningen bij het Wetsvoorstel – afschaffing uitleveringsplicht

Uit vennootschapsrechtelijk oogpunt ben ik van mening dat iedere aandeel- of obligatiehouder de mogelijkheid moet hebben om een rechtstreekse vordering op de uitgevende instelling te hebben en ingeschreven te staan als zodanig in het daartoe bestemde register. Het verbod op uitlevering in het Wetsvoorstel vind ik vanuit dit punt bezien al verwerpelijk. Nog belangrijker dan dit vennootschapsrechtelijke argument is echter het argument dat de bevoegdheid tot uitlevering uit het 'verzameldepot' een wezenlijk element van de goederenrechtelijke positie van de belegger is.⁴² De belegger dient als mede-eigenaar van de effecten in de eerste plaats de bevoegdheid te hebben om uitlevering te vragen.⁴³

Voorts pleit de niet-onafhankelijke (en commerciële) rol die intermediairs en Euroclear Nederland in het giraal effectenverkeer vervullen niet tot verplichte 'giralisering' van effecten. Het dwingt de belegger tot extra kosten die aan bewaring van effecten via effectenrekeningen zijn verbonden. Eenmaal in het girale systeem komt men er niet meer uit. Het zou mogelijk moeten zijn voor beleggers die niet actief handelen (bijvoorbeeld de nieuwe (groot)aandeelhouder(s) na een openbaar bod) om effecten op naam rechtstreeks bij de uitgevende instelling 'aan te houden'.

Voorts meen ik dat de kredietcrisis dwingt tot een heroverweging van het afschaffen van de uitleveringsplicht. Afschaffing van uitlevering veronderstelt immers dat intermediairs betrouwbaar en solide zijn. Het tegendeel is helaas gebleken. Het uitgangspunt van de Wge is dat de intermediair een correcte administratie voert. De ontdekte fraudes gedurende het afgelopen jaar in binnen- en buitenland tonen aan dat correcte administraties niet altijd werkelijkheid blijken te zijn. Bovendien blijkt de afwikkeling van een faillissement veel tijd in beslag te nemen. Naarmate intermediairs bij steeds meer verschillende handelsplatforms en afwikkelingsyste-

40. Wijziging van de Wet giraal effectenverkeer houdende uitbreiding van de bescherming aan cliënten van intermediairs inzake financiële instrumenten en het bewerkstelligen van verdergaande vorm van dematerialisatie van effecten, *Kamerstukken II* 2008/09, nr. 3, p. 10.

41. Richtlijn 2001/24/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 april 2001 betreffende de sanering en de liquidatie van kredietinstellingen.

42. De deelgenoot in het 'verzameldepot' heeft dit recht op uitlevering op basis van art. 26 Wge, tenzij de uitgevende instelling uitlevering zelf onmogelijk heeft gemaakt. Uitgevende instellingen kunnen thans zelf bepalen (in statuten of voorwaarden) of ze uitlevering willen toestaan. Belangrijk hierbij is dat een uitgevende instelling deze beperking ook weer op kan heffen (bijvoorbeeld in de huidige tijden van onrust op de financiële markten). Onder de huidige wetgeving heeft de uitgevende instelling de keuzebevoegdheid. De belegger kan vervolgens bepalen of het een dergelijk effect dat uitsluitend giraal kan aangehouden worden wenst te kopen. In het Wetsvoorstel hebben de uitgevende instelling en de belegger die keuze niet langer.

43. Zie ook mevrouw mr. E.B. Rank-Berenschot, *Onderneming en Effecten, Het Wge-aandeel: een recht op naam van eigen aard*, Deventer: Kluwer 1998, p. 158-159.

men aansluiting zoeken, zal een faillissement tot grotere systeemrisico's leiden en zal afwikkeling van een faillissement uiterst gecompliceerd worden. Gedurende een faillissement kunnen beleggers van de betreffende intermediair doorgaans echter niet over hun effecten beschikken. Een wettelijk verbod tot uitlevering past naar mijn mening dan ook niet in de huidige tijden van onzekerheid en onrust.⁴⁴

Bovendien is afschaffing van de uitlevering niet in lijn met de 'gesloten rekeningenstructuur' van Euroclear Nederland en het gebruik van deze administratieve rekeningen in de praktijk bij bijvoorbeeld 'corporate events'.⁴⁵ In tegenstelling tot hetgeen in de memorie van toelichting van het Wetsvoorstel wordt beweerd, is er afgelopen jaren wel degelijk regelmatig uitgeleverd op basis van deze door Euroclear Nederland gefaciliteerde 'gesloten rekeningensystematiek'. Het gaat te ver om de (juridische) werking van deze rekeningensystematiek in dit artikel uiteen te zetten. Kort samengevat komt het erop neer dat aangesloten instellingen van Euroclear Nederland binnen hun 'verzameldepots' juridisch in- en uit het 'girodepot' leveren (op basis van door Euroclear Nederland opgestelde volmachten en verzamelakten) middels administratieve rekeningen ter uitvoering van 'corporate events' (zoals bijvoorbeeld in geval van conversies). Het is de vraag of Euroclear Nederland en/of de intermediairs de implicaties van het Wetsvoorstel voor de werking van de rekeningensystematiek hebben voorzien.

14. Uitblijven van wettelijke regeling met betrekking tot derivatencontracten

Ten slotte wil ik nog even stilstaan bij de niet opgenomen regeling in het Wetsvoorstel voor de bescherming van de rechten met betrekking tot derivatencontracten in geval van faillissement van de intermediair. Hoewel deze regeling in het consultatiewetsvoorstel in 2007 was opgenomen, is hij vanwege de in de consultatiereacties geuite kritiek op de juridische vormgeving en de praktische uitvoerbaarheid van de eerder ontworpen regeling niet opgenomen in het Wetsvoorstel. Dit lijkt mij een juiste beslissing nu de voorgestelde regelingen niet (voldoende) bescherming bieden en naar mijn mening beter op Europees niveau kunnen worden opgesteld.

Het probleem zit hem immers niet zozeer in het ontbreken van vermogensscheiding *an sich*, maar meer in de opzet van de (grensoverschrijdende) afwikkelstructuur en de gekozen methode van risicomanagement. Wil men daadwerkelijk vermogensscheiding doorvoeren dan zal voor een andere structuur voor de afwikkeling moeten worden gekozen.

Het internationale aspect van de afwikkeling wordt hiermee echter niet opgelost. De regels van een CCP bevatten doorgaans voorschriften ten aanzien van het overboeken van (responderende) posities naar andere clearinginstellingen in geval van default van een clearinginstelling en het is wenselijk dat op Europees niveau dergelijke (risico management) regelingen worden uitgewerkt ter afwikkeling van een faillissement van een clearinginstelling (of CCP). Een Europese richtlijn lijkt dan ook de enige effectieve mogelijkheid om deze problematiek het hoofd te bieden. Men kan daarbij voortbor-

duren op bijvoorbeeld hierboven aangehaalde wetgeving die reeds bestaat ter zake van insolventieprocedures bij banken.

15. Conclusie

De op stapel staande wijziging van de Wge is slechts een eerste stap in de richting van een adequaat en efficiënt werkende (inter)nationaal giraal effectenverkeer en toont aan dat nationale wetgeving alleen geen oplossing zal bieden voor de stabiliteit en veiligheid van een sterk toenemend aantal (inter)nationale effectenafwikkelingsystemen. Europese samenwerking en harmonisatie zullen naar mijn mening dan ook noodzakelijk zijn.

-
44. Afgelopen maanden hebben diverse cliënten advies gevraagd over de mogelijkheid om de bij de bank aangehouden effectendepots rechtstreeks bij uitgevende instellingen aan te houden. Hoewel een leegloop van effectendepots bij banken uiteraard niet wenselijk is, lijken dergelijke verzoeken in onrustige financiële markten niet onredelijk.
45. Deze regels zijn opgenomen in Hoofdstuk 8 van de ESES Detailed Service Description van Euroclear Nederland.